华数传媒（000156.SZ）

受益于超高清产业及 OTT 发展的大屏媒体运营商

公司依托有线网络和新媒体运营全牌照，打造超高清时代 OTT 大屏内容分发商。公司是国内七家互联网电视的牌照方之一，基于稀缺的牌照对全国运营商和 IPTV 提供播控或内容的服务，具备大屏端稀缺的牌照资源。截止 2019 年底，公司互联网电视业务终端覆盖规模超过 1 亿台，激活点播用户超过 8,000 万个。公司借助内容聚合平台打造稀缺视频内容分发商，并深化巨头合作，新媒体内容日益丰富。到 2022 年，我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元。公司有望受益超高清视频发展趋势，推动大屏价值回归。

携手头条系，纵深推进 OTT 大屏场景。西瓜视频作为今日头条旗下的独立短视频 App，在成立两年的时间里就积累了 3 亿多用户，日均使用时长超过 70 分钟，是国内最大的 PUGC 短视频平台之一。今日头条瞄准了 OTT 大屏飞速发展的时机，上线了专门针对大屏用户的西瓜视频 TV 版“华数鲜时光”。西瓜视频 TV 版主要是专注于美食、亲子、游戏、搞笑、旅游等类别的视频，形成了优质生活生产、推广、粉丝聚合的 PGC 内容生态圈，更加适合家庭大屏消费场景。公司通过给西瓜视频提供大屏上的播控牌照，负责内容三级审核和内容安全。春节期间“华数鲜时光”也成为《囧妈》的大屏播出平台。

服务“城市大脑”，建设“电视+校园”文化教育新模式。在 2020 年新型冠状病毒疫情期间，公司短时间内为杭州市县教育局、学校提供依托有线电视终端的教育平台（校园电视台），支持教育局、学校开展远程在线教学。杭州市已经有萧山、临安、等多个区县教育局与华数爱学习栏目展开合作，数十万名学生可通过华数电视教育平台的方式上课。互动电视爱学习教育平台，提供超过 3 万集的教育视频节目，总时长高达 6000 小时，覆盖幼儿园、中小学及成人在内的全年龄段收视群体，综合新概念英语、超级课堂、网易 100 分、看鉴教育、杭州教育局《名师公开课》等国内知名优质教育品牌，并独家合作引进“求索”纪录、BBC 纪录等世界知名科普教育品牌，涵盖 6700 多集科学纪录、艺术课堂、国学戏剧等高品质兴趣拓展课程。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 6.45、6.85 和 7.23 亿元。考虑到公司作为 OTT 等新媒体业务牌照方，未来将受益超高清视频的行业趋势、以及与字节跳动在 OTT 领域的合作，我们认为公司 2020 年合理市值为 260 亿元，对应 38 倍 PE，对应目标价 18.16 元。

风险提示：牌照政策及授权变化风险，行业监管变动及竞争加剧风险，有线电视业务用户持续流失风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,209	3,436	3,698	3,943	4,137
增长率 yoy（%）	4.2	7.1	7.6	6.6	4.9
归母净利润（百万元）	641	644	645	685	723
增长率 yoy（%）	6.5	0.5	0.1	6.3	5.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.45	0.45	0.45	0.48	0.50
净资产收益率（%）	6.2	6.0	5.9	6.0	6.1
P/E（倍）	21.9	21.9	21.8	20.5	19.5
P/B（倍）	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2

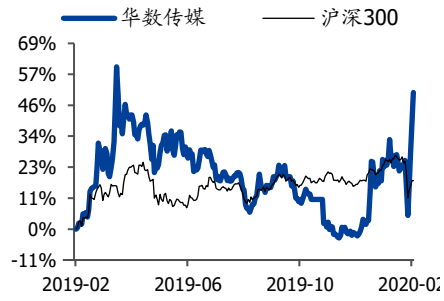
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	文化传媒
最新收盘价	12.78
总市值(百万元)	18,318.24
总股本(百万股)	1,433.35
其中自由流通股(%)	89.32
30 日日均成交量(百万股)	13.72

股价走势



作者

分析师 顾晟
执业证书编号：S0680519100003
邮箱：gusheng@gszq.com
分析师 刘高畅
执业证书编号：S0680518090001
邮箱：liugaochang@gszq.com
分析师 马继愈
执业证书编号：S0680519080002
邮箱：majiyu@gszq.com

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	8389	8681	9211	9097	10161
现金	3728	4122	4526	4369	5407
应收票据及应收账款	630	712	667	837	723
其他应收款	91	64	113	71	125
预付账款	23	19	42	13	49
存货	73	70	94	76	106
其他流动资产	3845	3694	3769	3732	3751
非流动资产	6031	6092	6472	6650	6817
长期投资	793	811	854	886	929
固定资产	2658	2840	2980	3083	3147
无形资产	315	346	386	413	427
其他非流动资产	2265	2095	2251	2267	2314
资产总计	14420	14773	15682	15747	16978
流动负债	2602	2668	3265	2879	3658
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	995	975	1270	1061	1433
其他流动负债	1607	1693	1995	1818	2225
非流动负债	1441	1428	1434	1431	1433
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1441	1428	1434	1431	1433
负债合计	4043	4095	4700	4310	5091
少数股东权益	0	0	-1	-1	-2
股本	1542	1542	1542	1542	1542
资本公积	6221	6233	6233	6233	6233
留存收益	2486	2843	3148	3472	3814
归属母公司股东权益	10377	10678	10983	11439	11889
负债和股东权益	14420	14773	15682	15747	16978

现金流量表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1264	1195	1812	1202	2782
净利润	641	644	644	684	722
折旧摊销	669	688	837	1117	1494
财务费用	-102	-109	-116	-118	-131
投资损失	-46	-115	-36	-46	-61
营运资金变动	48	-12	472	-430	755
其他经营现金流	53	99	12	-6	3
投资活动现金流	-1496	-407	-1180	-1250	-1600
资本支出	949	932	252	189	103
长期投资	-60	13	-44	-42	-43
其他投资现金流	-607	538	-972	-1103	-1540
筹资活动现金流	-201	-287	-228	-109	-144
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	7	11	0	0	0
其他筹资现金流	-208	-298	-228	-109	-144
现金净增加额	-433	501	404	-157	1039

利润表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3209	3436	3698	3943	4137
营业成本	1776	2038	2195	2345	2474
营业税金及附加	9	9	14	13	13
营业费用	511	492	547	585	623
管理费用	414	288	318	331	339
研发费用	0	114	115	114	112
财务费用	-102	-109	-116	-118	-131
资产减值损失	34	88	55	66	72
其他收益	35	29	32	31	31
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	46	115	36	46	61
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	648	663	638	683	727
营业外收入	5	5	31	23	16
营业外支出	11	13	15	13	13
利润总额	642	654	654	693	730
所得税	1	10	10	9	8
净利润	641	644	644	684	722
少数股东损益	-0	0	-1	-1	-0
归属母公司净利润	641	644	645	685	723
EBITDA	1199	1218	1361	1677	2077
EPS（元/股）	0.45	0.45	0.45	0.48	0.50

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入（%）	4.2	7.1	7.6	6.6	4.9
营业利润（%）	13.3	2.2	-3.7	7.0	6.5
归属母公司净利润（%）	6.5	0.5	0.1	6.3	5.5
获利能力					
毛利率（%）	44.7	40.7	40.6	40.5	40.2
净利率（%）	20.0	18.7	17.4	17.4	17.5
ROE（%）	6.2	6.0	5.9	6.0	6.1
ROIC（%）	4.5	4.3	4.2	4.3	4.3
偿债能力					
资产负债率（%）	28.0	27.7	30.0	27.4	30.0
净负债比率（%）	-22.4	-25.4	-28.4	-25.9	-33.7
流动比率	3.2	3.3	2.8	3.2	2.8
速动比率	1.7	1.8	1.6	1.8	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	5.6	5.1	5.4	5.2	5.3
应付账款周转率	1.8	2.1	2.0	2.0	2.0
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.45	0.45	0.45	0.48	0.50
每股经营现金流（最新摊薄）	0.88	0.83	1.26	0.84	1.94
每股净资产（最新摊薄）	7.24	7.45	7.66	7.98	8.29
估值比率					
P/E	21.9	21.9	21.8	20.5	19.5
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	10.7	10.2	8.8	7.3	5.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

1 华数传媒：兼具有线网络与新媒体运营全牌照的运营商 4
1.2 股权结构：股权集中架构清晰，股东力量雄厚 6
1.3 财务分析：经营稳健助力利润稳步上升，新兴业务推动收入结构创新 7
2 行业概览：大屏与牌照的巨大价值 9
2.1 IPTV 与 OTT 用户持续高增长 9
2.2 多环节可管可控：牌照的稀缺性与价值 11
3 依托有线网络和新媒体运营全牌照，打造超高清时代 OTT 大屏内容分发商 13
3.1 拓展增值服务，夯实传统有线电视业务 13
3.2 超高清时代 OTT 大屏内容分发商 14
3.3 服务“城市大脑”，建设“电视+校园”文化教育新模式 15
盈利预测及投资建议 17
盈利预测 17
投资建议 18
风险提示 19

图表目录

图表 1：华数传媒发展历程 5
图表 2：华数传媒主要并购时间线及并购标的 6
图表 3：华数传媒控股股份有限公司股权结构（截至 2019 年 10 月 18 日） 7
图表 4：2015-2019 前三季度公司营业收入及增速 7
图表 5：2015-2019 前三季度公司归母净利润及增速 7
图表 6：2016-2019H1 公司各业务收入占比 8
图表 7：2016-2019H1 公司主要业务类型收入占比 8
图表 8：2015-2019 前三季度公司销售毛利率与销售净利率 9
图表 9：2016-2019H1 公司主要业务毛利率 9
图表 10：2015-2018 公司现金分红总额及股利支付率 9
图表 11：有线电视、IPTV、互联网电视的比较 10
图表 12：有线电视市场渗透率 10
图表 13：有线电视用户规模和增速 10
图表 14：IPTV 用户规模及增速 11
图表 15：OTT 用户规模及增速 11
图表 16：IPTV 牌照授权情况 11
图表 17：互联网电视行业架构 12
图表 18：互联网电视内容服务牌照发放情况 12
图表 19：互联网电视集成服务牌照发放情况 13
图表 20：华数私家频道 14
图表 21：互联网电视集成服务牌照发放情况 14
图表 22：华数鲜时光界面 15
图表 23：华数校园电视台 16
图表 24：华数校园电视台 16
图表 25：收入成本分类预测表（单位：百万元） 18
图表 26：可比公司平均估值 19

1 华数传媒：兼具有线网络与新媒体运营全牌照的运营商

华数传媒控股股份有限公司系华数集团旗下专业从事有线电视网络业务、全国范围内的新媒体业务、宽带网络及智慧城市业务的公司，在全国互动电视及手机电视领域规模名列前茅，具备较为丰富的数字媒体资源。公司在行业内处于领先地位，是国内首家兼具有线网络与新媒体运营全牌照的上市公司。如今，公司同时具有有线网络业务、手机电视与互联网电视等全国新媒体业务以及宽带网络业务方面的运营牌照或许可授权，能有效为公司多元化发展保驾护航。经过十余年的发展，公司成为了全国互动电视、手机电视、互联网电视等领域的排头兵，是全国新媒体和三网融合产业发展的明星公司。

1.1 发展历程：聚焦热点通讯稳步拓宽业务，把握历史脉络顺势谋求崛起

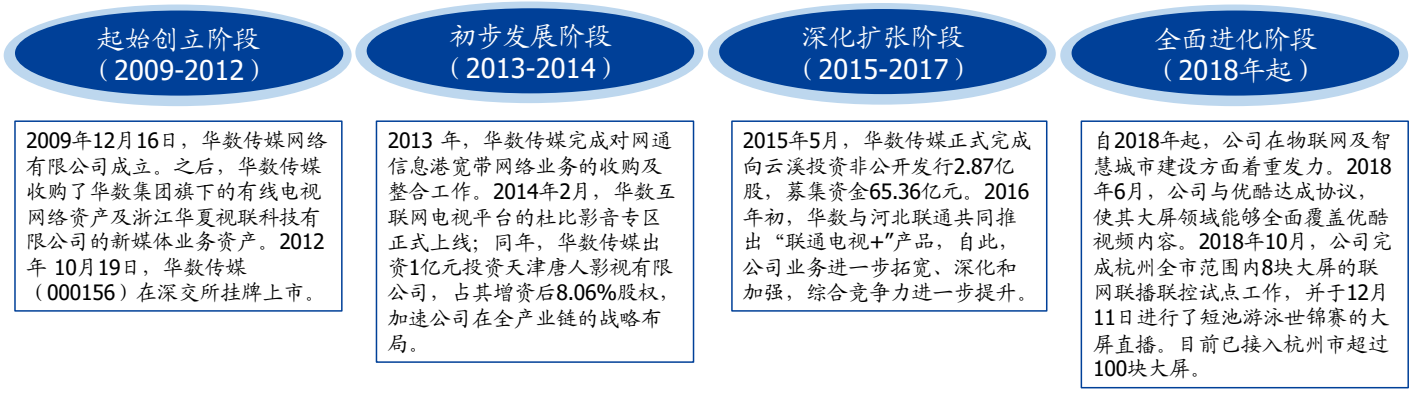
1) 起始成立阶段(2009-2012)：有线电视网络构建业务基石，新媒体新业态促进优化整合。2009 年 12 月 16 日，华数传媒网络有限公司成立，系华数集团旗下专业从事全国新媒体业务和杭州地区有线电视网络业务的企业。此后不久，华数传媒收购了华数集团旗下的有线电视网络资产及浙江华夏视联科技有限公司的新媒体业务资产。其中，有线电视网络为新媒体业务提供了实验场所，新媒体业务拓展了有线电视网络的经营空间，为公司提供了较好的发展业务基础。2012 年 10 月 19 日，华数传媒（000156）在深交所挂牌上市。

2) 初步发展阶段(2013-2014)：纳入宽带业务扩大经营范围，投资唐人影视深化产业合作。2013 年，公司完成了对网通信息港宽带网络业务的收购及整合工作，宽带运营自此成为了公司的主营业务之一。2014 年 2 月，华数互联网电视平台的杜比影音专区正式上线；同年，华数传媒出资 1 亿元投资了天津唐人影视有限公司，对其股权占比达到 8.06%，就此深化了与上下游产业链企业的全面合作关系，加速了公司在全产业链的战略布局，以视频内容为核心的综合娱乐平台的战略目标正加快实现。

3) 深化扩张阶段(2015-2017)：增发募集资金奠定良好基础，强强联手创新手机电视业务。2015 年 5 月，华数传媒向云溪投资完成了非公开发行，股数为 2.87 亿股，成功募集了资金 65.36 亿元，助力公司进一步实现战略方向的转变。2016 年初，公司与河北联通联合推出“联通电视+”产品，通过在手机端配置 IPTV 的形式，用户可以在任何时间，任何地点通过电脑、手机等多种终端获得咨询信息及完成娱乐活动。自此，公司业务进一步拓宽、深化和加强，多元化程度进一步加深，综合竞争力进一步提升。

4) 全面进化阶段(2018 年起)：着重大屏领域提升试听体验，推进智慧城市打造物联平台。自 2018 年起，公司在物联网及智慧城市建设方面着重发力。2018 年 6 月 25 日，华数传媒网络有限公司与优酷信息技术（北京）有限公司达成协议，使华数大屏领域能够全面覆盖优酷视频内容；同年，公司开展了与以阿里为代表的物联网 IOT 产业联盟的合作，全面推进智慧家庭和智慧城市更新换代，为杭州建设城市级物联网商用平台奠定基础；同时，公司在户外大屏“联网、联播、联控”方面初具成绩。2018 年 10 月，公司完成了杭州全市范围内 8 块大屏的联网联播联控试点工作，并于 12 月 11 日进行了短池游泳世锦赛的大屏直播，起到了良好的效果，目前已接入杭州市超过 100 块大屏。

图表 1：华数传媒发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，集团官网，国盛证券研究所

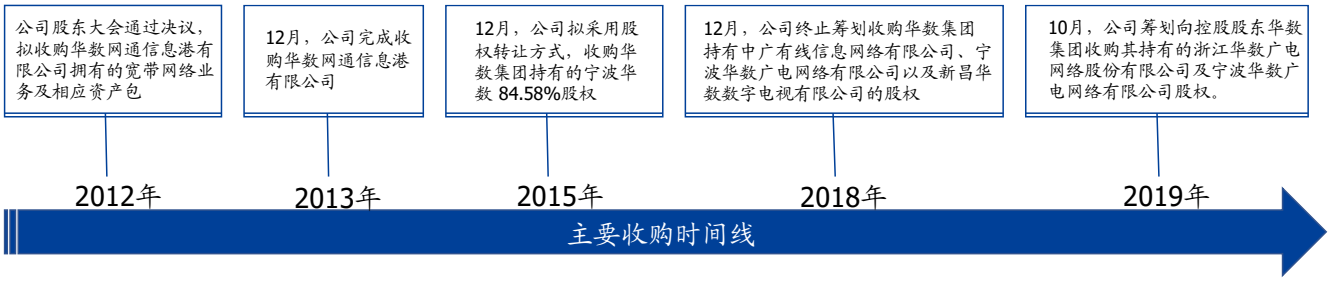
为配合完成国家广电总局下达的“一省一网”的战略目标，同时也为贯彻落实 2017 年 9 月浙江省“凤凰行动”的计划要求，公司于 2019 年 10 月宣布筹划对浙江华数 91.70%的股份及宁波华数 100.00%的股份进行收购，收购对手方包括浙江华数及宁波旗下的华数数字传媒集团、平阳县广播电台等 45 名股东。若成功收购上述两家企业，华数传媒将获得更广泛的业务覆盖面积，并且有助于推进全省统一的现代化传播平台建设。

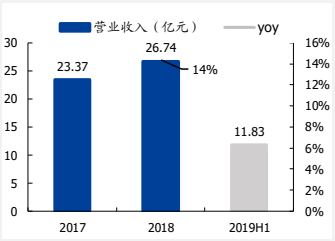
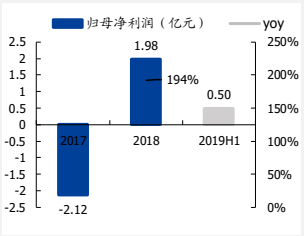
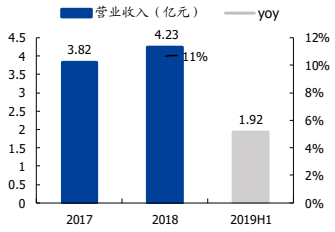
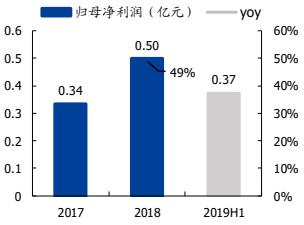
浙江华数及宁波华数均主要经营有线电视业务、数据业务、节目传输业务及智慧广电等新业务，具备当地的广电网络独家经营权。

其中，浙江华数 2017 年及 2018 年的营业收入分别为 23.37 亿元、26.74 亿元，2019 年上半年收入为 11.83 亿元，归母净利润分别为-2.12 亿元/1.98 亿元/0.50 亿元。其旗下拥有四十余家子公司，涵盖众多县市的广播电台体系及独家经营权，收购该公司能够能够扩大其广电网络独家经营权范围，在浙江省“一省一网”的建设中走出最关键的一步。

宁波华数在 2017 年，2018 年及 2019 年上半年的营业收入分别为 3.82 亿元/4.23 亿元/1.92 亿元，归母净利润分别为 0.34/0.50/0.37 亿元，营业规模小于浙江华数，但总体利润率高于浙江华数，盈利能力较好。收购宁波华数，使得公司能够将作为计划单列市的宁波地区的独家运营权纳入旗下，作为浙江省推进“一省一网”计划的重要补充和必要组成部分。

图表 2：华数传媒主要并购时间线及并购标的



收购标的	主营业务	核心竞争力	营业收入	归母净利润
浙江华数	有线电视收视业务、数据业务（包括互联网宽带业务和数据专网业务）、节目传输业务、工程及安装业务、智慧广电等新业务、商品销售业务、广告业务和其他服务业务	1）广电网络独家经营权：涉及的有线电视网络运营公司在相应的行政区域拥有有线电视网络的独家经营权 2）市场先发优势：在覆盖区域具备一定的用户规模，积累了丰富的产业经验和行业口碑 3）综合信息集成服务优势：深耕“智慧广电”领域，重点布局政务、民生、教育、安防等领域。 4）国家政策支持		
宁波华数	有线电视收视业务、数据业务（包括互联网宽带业务和数据专网业务）、节目传输业务、工程及安装业务、智慧广电等新业务、商品销售业务、广告业务和其他服务业务	1）广电网络独家经营权：涉及的有线电视网络运营公司在相应的行政区域拥有有线电视网络的独家经营权 2）市场先发优势：深耕宁波区域市场，拥有较大的本地客户基础 3）国家政策支持		

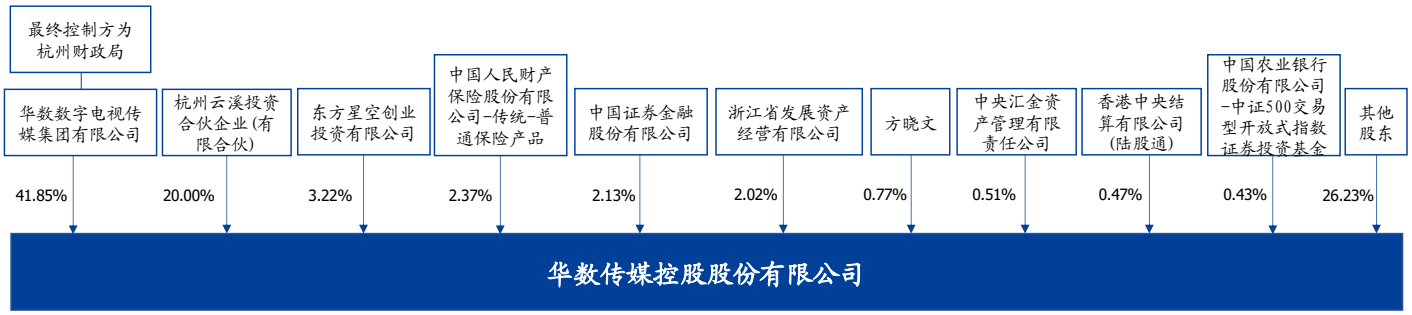
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 股权结构：股权集中架构清晰，股东力量雄厚

公司股权结构清晰，股东实力雄厚。截至 2019 年 10 月 18 日，华数传媒的前十大股东占比总计 73.77%。其中，华数数字电视传媒集团有限公司持股达 41.85%，为公司控股股东，实际控制人为杭州市财政局。华数集团为典型的国资背景大型集团，担负着实现广电总局战略部署，推进网络技术进步，实现民生加速发展的社会使命。华数集团给华数传媒带来了传统有线电视网络业务及新媒体运营牌照，为华数传媒推动多元化经营和媒体交互运作提供平台基础。

此外，杭州云溪投资合伙企业累计持股 20%，实际控制人为马云与史玉柱，系阿里系企业。云溪投资的加入增强华数传媒资本实力，有助于公司将互联网运营的理念融入到原有企业当中，在推进华数传媒由传统业务向互联网和移动互联网的转型过程中起到了较大作用。此外，华数传媒亦借此成功成为阿里与广电企业合作的重要桥梁。

图表 3：华数传媒控股股份有限公司股权结构（截至 2019 年 10 月 18 日）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

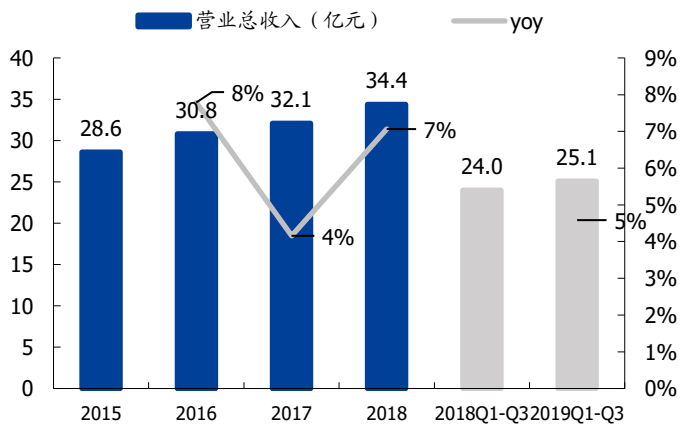
1.3 财务分析：经营稳健助力利润稳步上升，新兴业务推动收入结构创新

就收入增长方面看，公司近年来营业收入及净利润呈现稳定上涨趋势，三年复合增速分别为 6.3%/6.5%，主营业务经营状况稳中有升。2015 年至 2018 年，公司营业收入从 2015 年的 28.6 亿元上涨至 2018 年的 34.4 亿元。其中，2019 年前三季度收入为 25.1 亿元，较上年同期增长 5%，前三季度营业收入稳中有升。

就归属于母公司净利润的口径看，公司近年来归母净利润亦呈增长趋势，至 2018 年公司归母净利润达 6.4 亿元。其中，2019 年前三季度的归母净利润为 5.1 亿元，较上年同期上升了 0.3 亿元，增幅为 4.8%。

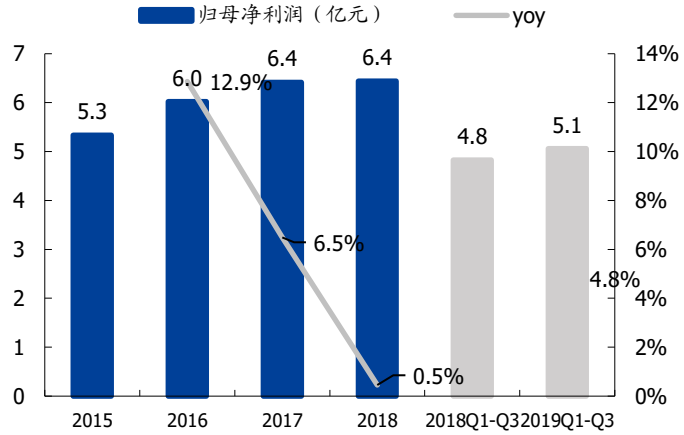
在传统有线网络行业普遍出现了竞争红海和严重的客户流失之时，华数传媒先行先试，转变思路解决问题，通过“新网络+应用”，“新媒体+内容”和“大数据+开发”等三大战略完成了公司获取业务增值方向的变革，通过推进对新网络智慧化，新媒体融合化和新平台数据化的“三化”建设，提升了新兴业务的收入，使得其总收入及总利润仍然能够逆势保持小幅增长。

图表 4：2015-2019 前三季度公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 5：2015-2019 前三季度公司归母净利润及增速

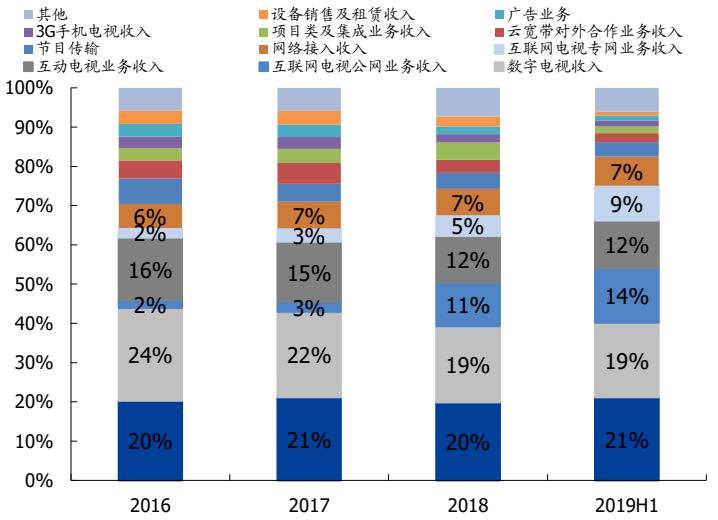


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

传统业务占比逐渐降低，新兴业务地位愈发重要。从收入细分行业看，公司的传统业务（数字电视、网络接入和节目传输业务）比例逐渐下降，新媒体业务（互联网电视、手机电视业务等）的地位越来越高。2016 年，传统业务、新媒体业务和宽带与智慧城市业务的占比分别为 39%/23%/31%，到 2019 年上半年，所占比例变成了 31%/36%/30%，总体而言实现了传统业务比例降低，新媒体业务比例上升的趋势。具体而言，新媒体业务中的互联网电视公网业务收入上升较快，从 2016 年的占比 2%上升到 2019 年上半年的 14%；同时，传统业务中的数字电视收入有一定程度的下降，从 2016 年的 24%下降到 2019 年上半年的 19%。

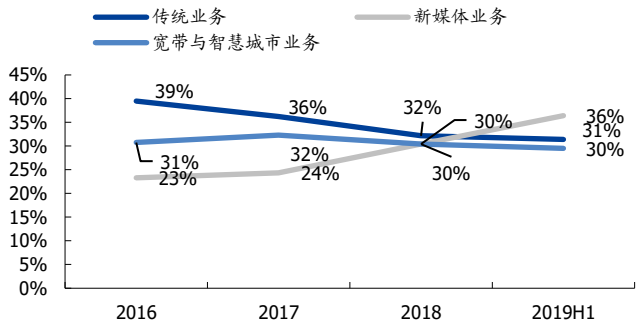
由于传统电视业务竞争环境恶化，同业竞争激烈，公司利用其全牌照运营优势，通过主动战略调整，发展新兴业务，进而降低了传统业务比重；同时，2014 年起公司推动互联网电视业务发展，合作的终端商包括天猫魔盒、小米、LG、创维、乐视、索尼、海信、三星等。互联网电视业务终端覆盖规模现已超过 1 亿台，激活点播用户超过 8,000 万。因此该项目业务的比重提升较快。

图表 6：2016-2019H1 公司各业务收入占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

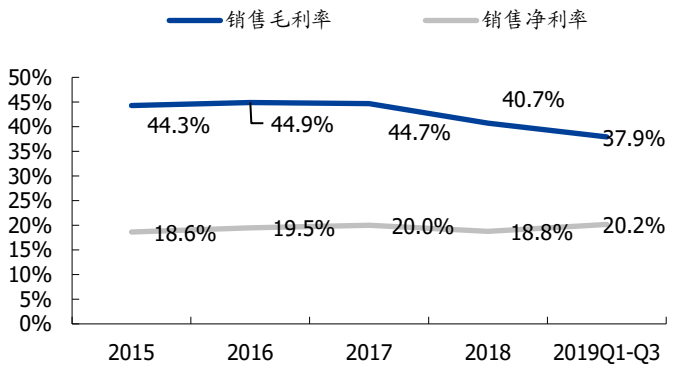
图表 7：2016-2019H1 公司主要业务类型收入占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

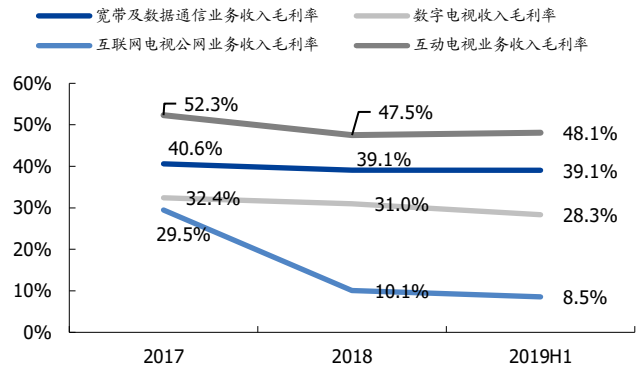
公司的销售毛利率呈缓慢下降趋势，从 2015 年的 44.3%下降至 2019 年前三季度的 37.9%，主要因为近年来行业竞争加剧，公司亦面临成本控制方面压力；同时，公司净利率基本保持稳定，2015 年至 2019 年前三季度的销售净利率均在小范围内波动，稳定在 20%左右的水平，其净利率和毛利率在同业中依然处于领先水平。**公司业务中，互动电视业务收入、宽带及数据通信收入和数字电视收入贡献的毛利率较高**，近年来分别在 50%/40%/31%左右。与此同时，公司各项费用率均保持相对稳定，销售费用率、管理费用率和研发费用率则分别稳定在 14%/8%/4%上下，可见公司的宣传和营销保持较为可观的力度，为实现其近年来不断扩大增强新兴业务的基本战略方向保驾护航。

图表 8：2015-2019 前三季度公司销售毛利率与销售净利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

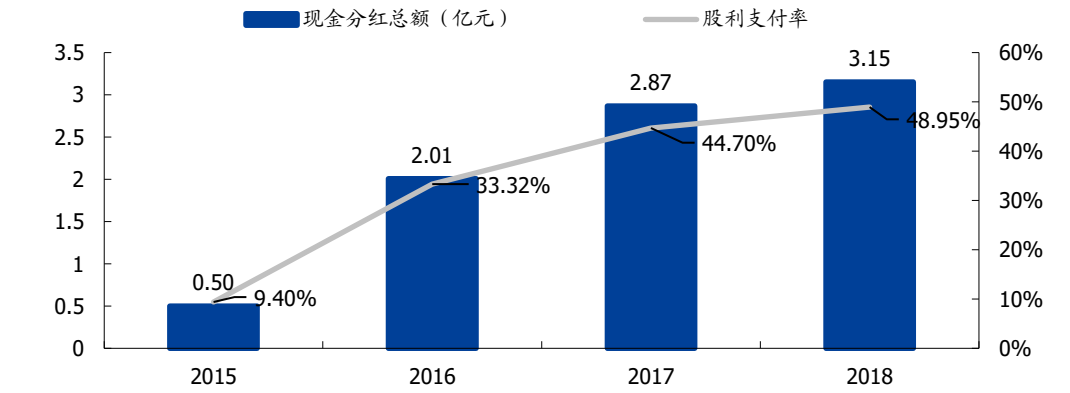
图表 9：2016-2019H1 公司主要业务毛利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

股利支付持续提升。近年来，公司采取了积极的分红政策，公司的现金分红总额有了较快的提升，从 2015 年的 0.5 亿元，提升到 2018 年的 3.15 亿元，CAGR 达到 84.7%；同时，股利支付率也在逐年增加，2015 年至 2018 年，公司的股利支付率分别为 9.40%/33.32%/44.70%/48.95%。综合而言，公司近年来分红力度较大，给予投资者较为充分的回报。

图表 10：2015-2018 公司现金分红总额及股利支付率



资料来源：wind，国盛证券研究所

2 行业概览：大屏与牌照的巨大价值

2.1 IPTV 与 OTT 用户持续高增长

IPTV、OTT 是应用于家庭客厅场景的大屏新媒体。IPTV 即交互式电视，是一种以电视机为显示终端，经国家广电行政部门批准的集成播控平台，通过电信运营商虚拟专网传输，向家庭用户提供视听节目等多种服务的新业务。OTT TV 即互联网电视，是一种以电视机作为显示终端，经国家广电行政部门批准的互联网电视内容服务平台和集成服务平台，通过互联网传输分发，向家庭用户提供视频点播等多种服务的新业务。

于用户体验而言，相比传统有线电视 IPTV、OTT 的优势在于提供的内容更加多元，交互性更强。从消费的终端内容来看，广电运营的有线电视以传统电视台节目为主；IPTV 能够提供牌照方内容及电视直播与回放；OTT 业务以牌照商内容+视频网站版权内容为

主。从互动性上看，IPTV 集互联网多媒体于一体，具备直播点播时移回看等一系列功能，OTT 提供点播等多种服务，大屏新媒体可以实现内容提供者和消费者之间的双向实质性互动，交互感更强。

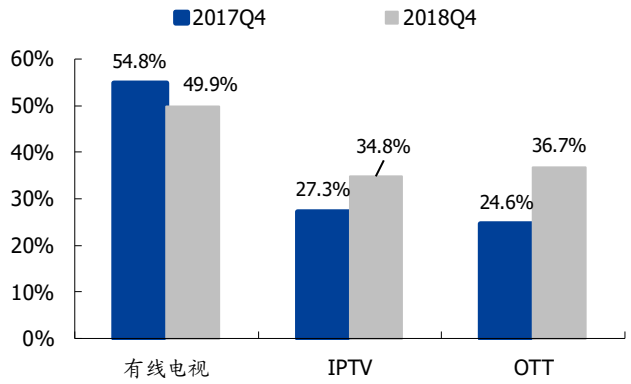
图表 11：有线电视、IPTV、互联网电视的比较

项目	有线电视	IPTV	互联网电视
播放方式和质量	采用 DVB-C 实现直播业务，IPQAM+IP 方式实现互动电视，图像质量高	采用组播方式实现直播业务，纯 IP 方式实现点播业务，图像质量和网络带宽相关	以点播为主，图片质量取决于网络带宽
内容	以央视、地方电视台内容为主	牌照商内容为主，优势内容为电视直播和回看，同时有点播内容	牌照商内容+视频网站版权内容为主，主要为点播
交互性	双向化改造后较强	较强	强
盈利模式	基本收视费，付费，高清频道订购、点播等互动业务	各种增值业务收费，如点播电视、互动游戏等	由于其运营主体较多，不同主体的盈利模式不一，目前主要：硬件销售；平台及内容上的广告收入；付费内容等
收费方式	每月固定收视维护费、单片点播收入	每月固定使用费，单片点播收入	除了硬件收费外，后续服务多以免费为主，用户为所需内容或服务支付费用

资料来源：格兰研究，艾瑞咨询，各公司招股说明书，国盛证券研究所

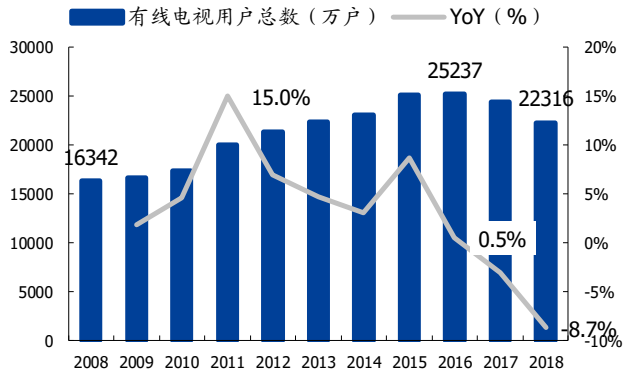
2016 年起有线电视份额显著下滑，而 IPTV 和 OTT 用户数持续增长。有线电视在中国收视格局中依然占据最大份额，但受制于一省一网和收视群体老化，广电主业竞争力渐弱，自 2016 年起有线电视用户数和渗透率均持续下滑。2018Q4，有线电视市场渗透率 49.89%，同比下滑 5pct。与此同时，IPTV 和 OTT 的用户数高速增长，渗透率显著提升，不断挤压有线电视业务。截止 2018 年，我国 IPTV 和 OTT 用户数分别达 1.55 亿及 1.64 亿，分别同比增长 27.1%和 48.2%。

图表 12：有线电视市场渗透率



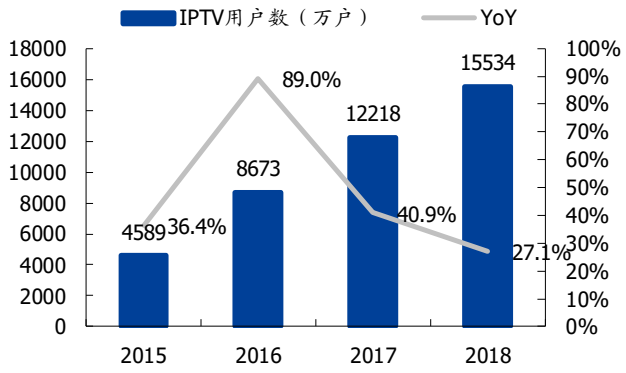
资料来源：中国有线电视发展公报，国盛证券研究所

图表 13：有线电视用户规模和增速



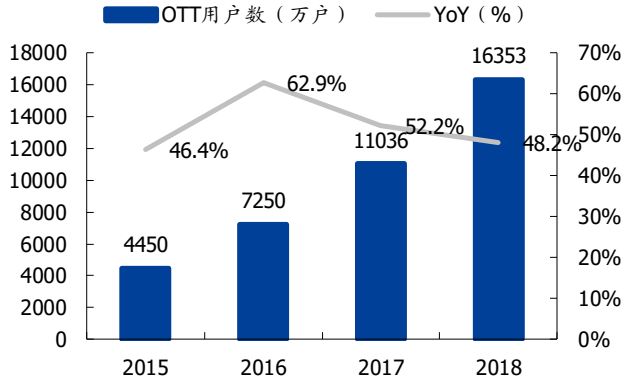
资料来源：中国有线电视发展公报，国盛证券研究所

图表 14：IPTV 用户规模及增速



资料来源：中国有线电视发展公报，国盛证券研究所

图表 15：OTT 用户规模及增速



资料来源：中国有线电视发展公报，国盛证券研究所

2.2 多环节可管可控：牌照的稀缺性与价值

IPTV 行业产业链包括内容提供方、平台运营方、传输系统运营方和终端用户。因 IPTV 行业实行牌照管理制度，平台运营方需牌照持有方授权进行运作。2005 年广电总局向原上海文广新闻传媒集团发放了国内首张 IPTV 集成播控运营牌照。2010 年广电总局作为主管单位推出了《关于三网融合试点地区 IPTV 集成播控平台建设有关问题的通知》，确定了 IPTV 牌照制的管理方法，IPTV 行业逐步进入一个有据可依的制度时代。目前共有 7 家牌照持证机构，分别持有全国 IPTV 集成播控服务许可、全国 IPTV 内容服务许可和各省 IPTV 集成播控服务许可牌照。

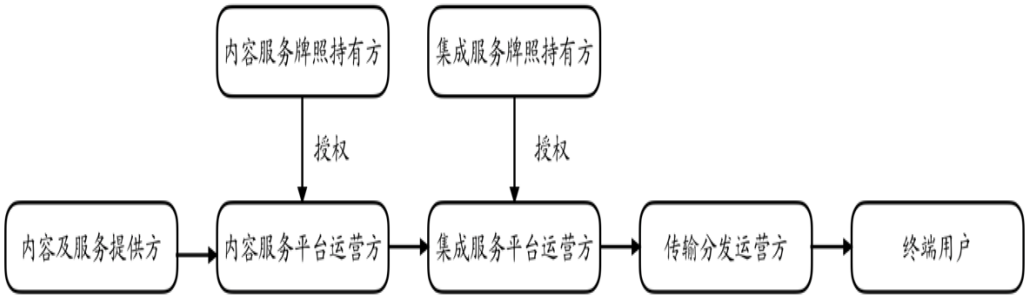
图表 16：IPTV 牌照授权情况

序号	持证机构名称	牌照
1	中央电视台	全国 IPTV 集成播控服务
2	中央电视台	全国 IPTV 内容服务
3	上海广播电视台	全国 IPTV 内容服务
4	广东广播电视台	省级 IPTV 集成播控服务
5	湖南广播电视台	省级 IPTV 集成播控服务
6	重庆网络广播电视台	省级 IPTV 集成播控服务
7	辽宁广播电视台	省级 IPTV 集成播控服务

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

互联网电视产业链主要包括内容提供、内容服务、集成服务、传输分发等环节，主要由内容及服务提供方、牌照持有方、平台运营方、传输分发运营方、终端用户以及终端设备提供方构成。自 1998 年以来，国内市场陆续出现“电视机上网”的尝试。广电总局于 2010 年 4 月相继发布《互联网电视内容服务管理规范》和《互联网电视集成业务管理规范》，标志着国家相关部门对互联网电视采取“集成服务+内容服务”的管理模式。

图表 17：互联网电视行业架构



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

“集成服务+内容服务”的管理模式下，互联网电视节目需经广电总局批准设立的互联网电视内容服务平台和集成服务平台后，才能通过公共互联网传输分发至终端用户。该行业同样实行牌照管理制度，内容服务平台运营方和集成服务平台运营方需经内容服务牌照持有方和集成服务牌照持有方授权进行运作。截至 2019 年，广电总局已经发放 16 张互联网电视内容服务牌照和 7 张互联网电视集成服务牌照。在互联网行业实际运行中，一些牌照持有方授权其控制的企业运营相关业务平台。

图表 18：互联网电视内容服务牌照发放情况

序号	持证机构名称	经授权开展互联网电视内容服务业务的公司
1	中国网络电视台	未来电视有限公司
2	上海广播电视台	东方明珠新媒体股份有限公司
3	浙江电视台和杭州市广播电视台（联合开办）	华数传媒网络有限公司
4	广东广播电视台	广东南方新媒体股份有限公司
5	湖南广播电视台	湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司
6	中国国际广播电台	国广东方网络（北京）有限公司
7	中央人民广播电台	银河互联网电视有限公司
8	江苏电视台	银河互联网电视有限公司
9	国家广播电影电视总局电影卫星频道节目制作中心	公开资料中未查询到相关信息
10	湖北广播电视台	公开资料中未查询到相关信息
11	城市联合网络电视台	公开资料中未查询到相关信息
12	山东电视台	山东广电新媒体有限责任公司
13	北京广播电视台	北京歌华有线电视网络股份有限公司
14	云南广播电视台	公开资料中未查询到相关信息
15	重庆网络广播电视台	重庆广电数字传媒股份有限公司
16	贵州广播电视台	公开资料中未查询到相关信息

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 19：互联网电视集成服务牌照发放情况

序号	持证机构名称	经授权开展互联网电视集成播控服务业务的公司
1	中国网络电视台	未来电视有限公司
2	上海广播电视台	东方明珠新媒体股份有限公司
3	浙江电视台和杭州市广播电视台	华数传媒网络有限公司
4	广东广播电视台	广东南方新媒体股份有限公司
5	湖南广播电视台	湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司
6	中国国际广播电台	国广东方网络（北京）有限公司
7	中央人民广播电台	银河互联网电视有限公司

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3 依托有线网络和新媒体运营全牌照，打造超高清时代 OTT 大屏内容分发商

3.1 拓展增值服务，夯实传统有线电视业务

公司的有线数字电视是指将传统的模拟电视信息经过采样、量化、编码，转化成二进制的数字信息，然后进行处理、传输、存储和记录，通过机顶盒接收、解码、转换成 AV 信号，通过现有的有线网络传输到每家每户。

- **图像质量高：**由于在数字方式下，电视信号在传输过程中不容易引入噪声和干扰。所以在接收端接收到的信号质量与发射前是一样的信号质量，可以达到 DVD 的图像质量。
- **节目容量大：**数字电视传送的是经过压缩编码的信号，需占用比较窄的频带，例如，8M 带宽的频带内，只能传输一套模拟电视节目，但可传输 6-8 套数字电视节目。
- **伴音质量好：**目前的模拟电视其伴音都是单声道，即便加上丽音广播，也只是简单的双声道，而且图像带宽将被限制到 5MHZ,影响清晰度的提高。而数字电视可以传送 4 路以上的环绕立体声，真正获得家庭影院般的伴音效果。
- **扩展性强：**开放的业务平台，适合大规模业务经营，符合未来技术发展趋势。

公司有线电视网络业务的盈利模式为按户收取有线电视收视维护费，另有接入配套费、卫视落地费收入、机顶盒等设备销售收入等。

私家频道增值服务提升单用户价值。公司在有线电视业务内提供私家频道的增值服务，节目内容更为丰富多样，专业性更强，能充分满足广大观众的不同兴趣爱好以及个性化收视需求，并且私家频道在节目播出过程中很少有商业广告的打扰。公司现已开通近 50 套私家频道，内容涵盖电影、电视剧、音乐、纪实、育儿、动漫、汽车、体育、游戏、财经、健康等等极具个性化的频道。用户可根据自己喜好自主选择订购不同的私家频道。

图表 20：华数私家频道

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

3.2 超高清时代 OTT 大屏内容分发商

公司的新媒体业务主要指面向全国的互动电视、手机电视、互联网电视及互联网视听的内容、技术服务与运营业务等，通过电视机、电脑、手机等终端，为用户提供海量、清晰、双向个性化自主选择的视听节目内容及相关增值服务。

拥有稀缺的互联网电视牌照和庞大的终端覆盖数量。公司是国内七家互联网电视的牌照方之一，七家牌照方有三个属于中央机构，四个是地方（新媒股份、芒果超媒、华数传媒、东方明珠百事通），公司基于稀缺的牌照对全国运营商和 IPTV 提供播控或内容的服务，通过预装、服务、激活等方式获得收入。根据公司公布的数据，截止 2019 年底，公司互联网电视业务终端覆盖规模超过 1 亿台，激活点播用户超过 8,000 万个。

图表 21：互联网电视集成服务牌照发放情况

序号	持证机构名称	经授权开展互联网电视集成播控服务业务的公司
1	中国网络电视台	未来电视有限公司
2	上海广播电视台	东方明珠新媒体股份有限公司
3	浙江电视台和杭州市广播电视台	华数传媒网络有限公司
4	广东广播电视台	广东南方新媒体股份有限公司
5	湖南广播电视台	湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司
6	中国国际广播电台	国广东方网络（北京）有限公司
7	中央人民广播电台	银河互联网电视有限公司

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

超高清产业趋势来袭，多部委联合印发超高清视频产业发展行动计划。2019 年 3 月，

工业和信息化部、国家广播电视总局和中央广播电视总台联合印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》，提出按照“4K 先行、兼顾 8K”的总体技术路线，加快发展超高清视频产业，到 2022 年，我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元。

公司借助内容聚合平台打造稀缺视频内容分发商。公司通过视频内容聚合，分发销售给新媒体或运营商，目前在全国三十余个省份都开展了这项业务。公司与上游内容方通过纯采购或者合作分成模式，与下游的 IPTV 或者运营商合作时往往采取如基础包、融合包等模式，按照考核条件付费分成，增值包则依靠线上运营、线下活动来激励客户点播付费。

携手头条系，纵深推进 OTT 大屏场景。西瓜视频作为今日头条旗下的独立短视频 App，在成立两年的时间里就积累了 3 亿多用户，日均使用时长超过 70 分钟，是国内最大的 PUGC 短视频平台之一。今日头条瞄准了 OTT 大屏飞速发展的时机，上线了专门针对大屏用户的西瓜视频 TV 版“华数鲜时光”。西瓜视频 TV 版主要是专注于美食、亲子、游戏、搞笑、旅游等类别的视频，形成了优质生活生产、推广、粉丝聚合的 PGC 内容生态圈，更加适合家庭大屏消费场景，同时实现大屏下的“千人千面”。**公司通过给西瓜视频提供大屏上的播控牌照，负责内容三级审核和内容安全。**

图表 22：华数鲜时光界面

资料来源：华数鲜时光，国盛证券研究所

深化巨头合作，新媒体内容日益丰富。2018 年，公司与优酷在原互联网电视战略合作基础上达成基于有线电视网络的互动电视和通信运营商专网的 IPTV 等领域的全面合作，将优酷内容在有线电视与 IPTV 专网市场推广运营，同时引入“中国蓝专区”等特色综艺栏目，全面提升了华数新媒体平台的内容丰富度。公司开通了央视 4K 超高清频道，互动电视平台还上线了“央视专区”、“聚体育”、“聚焦浙里”、“动漫专区”、“趣玩专区”、“吴晓波频道”等特色内容。

3.3 服务“城市大脑”，建设“电视+校园”文化教育新模式

公司以“慧政”、“惠民”为两大抓手，面向集团客户（包括政府及所属部门、企事业单位）开展的智慧城市建设相关业务。具体包括参与杭州“城市大脑”建设、智慧政务、智慧安防、智慧城管、智慧小区等重点业务，实现了电子政务、视频监控、应急指挥、智慧城管、智慧交通和“最多跑一次”综合自助机等信息化应用。

在 2020 年疫情期间，公司短时间内为杭州市县教育局、学校提供依托有线电视终端的

教育平台（校园电视台），支持教育局、学校开展远程在线教学，帮助学生在家学习，有效解决因不能返校对学生学习造成的问题。杭州市已经有萧山、临安、富阳、桐庐、建德、淳安等多个区县教育局与华数爱学习栏目展开合作，数十万名学生可通过华数电视教育平台的方式上课。互动电视爱学习教育平台，提供超过 3 万集的教育视频节目，总时长高达 6000 小时，覆盖幼儿园、中小学及成人在内的全年龄段收视群体，综合新概念英语、超级课堂、网易 100 分、看鉴教育、杭州教育局《名师公开课》等国内知名优质教育品牌，并独家合作引进"求索"纪录、BBC 纪录等世界知名科普教育品牌，涵盖 6700 多集科学纪录、艺术课堂、国学戏剧等高品质兴趣拓展课程。

- **打造电视端学习平台。**通过定向直播、课件点播等功能，学生在家即可点播本校的教育视频，进行复习、预习，拓展学习场所。同时基于华数的视频通话功能，可以实现老师与学生、家长远程沟通、答疑。平台上海整合了国内外优质教育资源，如求索频道以及学而思等知名品牌教育内容。
- **聚合海量优质内容。**华数传媒深耕在线教育多年，现已具备近 3 万集的教育视频节目资源，覆盖幼儿、中小学及成人在内的全年龄段收视群体，包括品牌同步优课、德育教育、兴趣拓展课程等在内的全学科长课及微课等多元形式，聚合了国内知名的各大教育品牌精品课程，涵盖新概念英语、超级课堂、网易 100 分、学通数学、看鉴教育等知名优质教育品牌，同时提供《名师公开课》播出更新。
- **提供新型家校互动渠道。**基于校园电视台，市县教育局、学校可以以直播或者点播、图文的方式为家长提供专业指导，实现家校互助、家校互补。
- **丰富教学手段。**校园电视台作为可长期运营的智慧教育创新产品，通过信息化手段打破传统的教育教研方式，搭建起与名校名师跨时空的互动交流的平台，实现农村学校与城市学校、薄弱学校与教育优势学校之间的教育资源共享，大力促进教育公平。

图表 23：华数校园电视台

资料来源：华数集团官网，国盛证券研究所

图表 24：华数校园电视台

资料来源：华数集团官网，国盛证券研究所

盈利预测及投资建议

盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设:

（1） 公司收入主要来自数字电视、互动电视、宽带及数据通信和互联网电视公网业务等四部分，此外，其他收入中包含项目类及集成收入、广告业务收入等。我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 36.98、39.43 和 41.37 亿元，同比增长 7.6%、6.6%和 4.9%，保持稳定增长。其中:

（2） **数字电视业务:** 受有线电视订阅用户数下降影响，预计公司 2019-2021 年数字电视业务收入分别为 6.47、6.34 和 6.27 亿元，同比下降 3%、2%和 1%。由于收入端有所收缩，预计 2019 年毛利率呈现缓慢下降趋势，此后逐步稳定。2019-2021 年数字电视业务毛利率预计分别为 30.26%、30.61%和 30.96%。

（3） **互联网电视公网业务:** 主要是指面向大众的互联网电视业务，包括为 OTT 盒子与电视机厂商提供互联网电视集成播控服务与内容服务等相关业务收入。受益于公司合作的电视剧厂商销售硬件终端用户数的持续增加，公司内容运营收入等互联网公网电视业务规模快速增长。预计 2019-2021 年营收分别为 5.41、7.03 和 8.44 亿元，同比增长 40%、30%和 20%，毛利率逐步提升至 11.39%、13.43%和 14.87%的水平。

（4） 除上述业务外，受集团客户业务及全国拓展业务的增长所致，预计其他业务保持营收和毛利率的稳定增长。此外，由于低毛利率的互联网电视公网业务收入占比增加，以及数字电视业务毛利率下滑，预计公司 2019-2021 年综合毛利率呈现一定下降，分别为 40.64%、40.53%和 40.21%。

图表 25：收入成本分类预测表（单位：百万元）

收入构成	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
数字电视业务					
销售收入（百万元）	697.61	666.63	646.63	633.70	627.36
增长率	-4.15%	-4.44%	-3.00%	-2.00%	-1.00%
毛利率	32.42%	30.97%	30.26%	30.61%	30.96%
互动电视业务					
销售收入（百万元）	490.09	404.33	420.50	433.12	441.78
增长率	-0.14%	-17.50%	4.00%	3.00%	2.00%
毛利率	52.32%	47.52%	48.53%	49.03%	49.53%
宽带及数据通信业务					
销售收入（百万元）	679.24	681.76	702.22	716.26	723.42
增长率	8.64%	0.37%	3.00%	2.00%	1.00%
毛利率	40.60%	39.08%	39.08%	39.08%	39.08%
互联网电视公网业务					
销售收入（百万元）	83.65	386.25	540.75	702.98	843.57
增长率	33.33%	361.76%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率	-	10.10%	11.39%	13.43%	14.87%
其他业务					
销售收入（百万元）	1258.72	1297.03	1387.82	1457.21	1500.92
增长率	7.15%	3.04%	7.00%	5.00%	3.00%
毛利率	46.96%	53.52%	55.26%	56.11%	56.11%
营业收入合计（百万元）	**3,209.31**	**3,435.99**	**3,697.91**	**3,943.26**	**4,137.06**
增长率	4.16%	7.06%	7.62%	6.63%	4.91%
营业成本（百万元）	1,776.16	2,037.73	2,195.26	2,344.88	2,473.58
综合毛利率	**44.66%**	**40.69%**	**40.64%**	**40.53%**	**40.21%**

资料来源：Wind，国盛证券研究所

投资建议

公司业务涵盖杭州地区有线电视网络业务、全国范围内的新媒体业务、宽带网络及智慧城市业务，我们选择同样具有上述业务的新媒股份、芒果超媒、贵广网络、东方明珠和江苏有线等作为可比公司，可比公司 2020 年调整后平均 PE 38x。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 6.45、6.85 和 7.23 亿元，EPS 分别为 0.45、0.48 和 0.50 元，当前市值对应 PE 分别为 28、27 和 26 倍。考虑到公司作为 OTT 等新媒体业务牌照方，未来将受益超高清视频的行业趋势、以及与字节跳动在 OTT 领域的合作，我们认为公司 2020 年合理市值为 260 亿元，对应 38 倍 PE，对应目标价 18.16 元。

图表 26：可比公司平均估值

公司	市值(亿元)	归母净利润（亿元）				市盈率			
	2020/2/7	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
芒果超媒	896.42	8.66	11.73	15.18	18.15	42	76	59	49
新媒股份	255.45	2.05	3.64	5.00	6.32	-	70	51	40
东方明珠	405.30	20.15	19.54	20.49	22.37	17	21	20	18
江苏有线	184.53	6.24	5.45	5.25	5.30	33	34	35	35
贵广网络	83.61	3.11	2.41	3.05	3.67	21	35	27	23
调整后平均							**46**	**38**	**33**

资料来源：wind，国盛证券研究所

风险提示

- **牌照政策及授权变化风险**

公司 IPTV 和 OTT 业务的开展依托于相关业务牌照排他性授权，若从事相关业务的许可证及相关批准文件到期未能延展或被提前终止，或牌照所有方收回对公司的上述业务资质授权或将上述业务资质同时授予其他方，公司 IPTV 和互联网电视业务的合法性和持续性将会受到重大影响，公司经营业绩和持续盈利能力将会大幅下滑。

- **行业监管变动及竞争加剧风险**

公司经营的广电新媒体业务发展受广电总局、工信部、文化部等多个部门的严格监督和管理。国家有关部门对行业市场准入和经营等均制定了严格的监管措施。如行业监管政策发生调整，关于市场准入或行业监管的政策放宽，将会出现更多的经营主体从事新媒体业务，加剧市场竞争，从而对公司业务发展产生影响。

- **有线电视业务用户持续流失风险**

公司基础收入中有线电视业务占比仍较大，目前受 IPTV 和 OTT 冲击，有线电视用户群体老化并不断流失。若后续用户持续下降，将对公司业务收入和相关业绩带来不利影响。

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56　1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com